2018 年 1 月 5 日
H&L 企業研究クラブ

【やまみ（2820）：いよいよ増収率に勢いがつき始める】

ポイント
2016 年 6 月に東証 JQ スタンダードに上場したやまみ（2820）は広島に本社を構える豆腐メーカーである。一般的に儲からないと言われる豆腐メーカーでありながら、同社の売上高営業利益率は 10%近くに達する。同社の特徴は全自動化ラインによる豆腐製造によって、圧倒的なコスト競争力を確立したことである。

小売業の豆腐売り場における棚取り競争は、最下段の棚の低価格製品を赤字覚悟で納入することによって、上段の高付加価値製品の棚を確保して、そこで利益を稼ぐ仕組みである。しかし、同社の場合には、最下段の低価格品でも着実に利益を出しながら、上段の高付加価値製品でさらに稼げることが大きな強みである。

高速自動化ラインによる豆腐製造で、業界随一の低コストを成し遂げる

広島県に本社を構えるやまみ（2820）は、豆腐、油揚げ、厚揚げを主体とする豆腐関連製品メーカーである。国内に 8,000 社あると言われる豆腐屋は、その大半が地域で展開する零細企業であり、売上高 100 億円を超える企業は片手ほどもない。その中にあって同社は高速自動化ラインを整備した工場を持ち、圧倒的なコスト競争力でこの 10 年で売上高を急速に伸ばしてきた。

現在は約 100 億円の売上高の内、本社工場がカバーする中国・四国、九州が 70%を占め、関西工場がカバーする関西から中部までが 30%を占めている。当面は関西、中部でのシェアアップを図り、それほど遠くない将来の関東への進出もターゲットとしている。

ビジネスが地味であり、上場後間もなく、また上場後のフル決算が減額修正かつ減益決算となったこともあり、同社の本質的な価値に気づいている投資家は極めて限定的であるため株式市場での人気は低いが、強力なブランド商品がない食品カテゴリーにおいて、圧倒的なコスト競争力はシェアアップの最大の武器となる。当クラブでは豆腐類と同様、強力なブランドがないハム・ソーセージ市場においてコスト競争力をつけたプリマハム（2281）が大きく変貌を遂げる実例を見てきた。いわば、同社はハム・ソーセージ市場におけるプリマハムのような存在である。その意味において、中長期的に意外なほど高成長が期待できるのではないかと考えている。

豆腐の主原料は大豆であるが、必ずしも大豆価格の変動が業績リスクとなるわけではない。これは輸入大豆に関しては商社経由で 1 年半ほど先まで予約していることによる。大豆価格の変動を簡単に販売価格に転嫁できるわけではないが、実際に大豆価格が上昇するまでには時間があるため、その間に顧客である小売業へのスペック変更の提案などによって、実質的に収益が悪化しないような方策がある程度とれることによる。

ただし、国産大豆は当座の調達になるため、ストレートに業績に影響する場合がある。2015 年 6 月期には輸入大豆の価格は低下傾向であったが、国産大豆の価格が急騰したことで、売上増の割には利益が伸びなかった。ただし、やはりこれも直接的な価格転嫁は難しいものの、輸入大豆を使った別スペックの商品を提案することなどによって、時間差はあるもののその後に収益性を改善させることは可能である。なお、当時の国産大豆の割合は 14-15%あったが、現在は 6-7%に低下しており、当時ほど国産大豆の価格変動のインパクトは大きなものではなくなっている。

むしろ、影響が大きいのは光熱費の変動である。水道光熱費の対売上高比率は 2017 年 6 月期に 8.6%となっているが、2016 年 6 月期は 9.6%、2015 年 6 月期は 12.1%であり、この間原価率が 5.5%pt 低下したが、そのうち 3.5%pt が水道光熱費の低下となっている。熱源は主に天然ガスであり、原油価格に半年遅れで変動するものである。

加えて、利益変動が大きくなるのは設備投資の影響である。同社は工場において高速の自動化機械を次々と導入することでコスト競争力を高めている。特にセンサーの精度が急ピッチで進化し、それによって一段と生産のスピードアップが図れるため、高い頻度で新規投資、更新投資を行っている。しかし、新規の機械装置を導入する場合、減価償却費が発生することに加え、稼働初期には不具合が起こることもあり、損失が発生するケースがある。2017 年 6 月期の第 1、第 2 四半期はまさにそのような局面であり、水道光熱費に加えてこれが同社の最大の業績リスクと言えよう。

2013 年 6 月期に営業利益が半減しているが、これは期中に設備投資を次々と行ったことによるものである。まず、2012 年 8 月に関西工場を立ち上げ、厚揚げラインとカット 3P ラインが稼働した。この時が同社の関西進出のタイミングであった。同年 11 月には第 3 工場において、カット 3P ラインと京型ラインが稼働し、2013 年 5 月には関西工場で 6B および京型ラインが稼働した。さすがに 1 年でこれだけ稼働すると、業績は大きく落ち込み営業利益は半減した。もっとも、翌期には売上高が 26.4%伸びて、利益も倍増となっている。

ただし、これらは短中期の業績変動要因であって、長期の成長性の見方に大きな影響を及ぼすものではない。つまり、現時点のように同社の本質的なポテンシャルに市場が気付いてい

ないうちはそれほど大きなリスクと考える必要はなかろう。むしろ、同社のポテンシャルに市場が気付いて、バリュエーションが高水準となった場合の注意点と位置付けられよう。

豆腐類の市場動向、ライバル動向

豆腐の一世帯当たりの年間購入量は 1992 年の 80 丁が 2000 年代半ばには一旦 75 丁を割り込む時期もあったが、昨今の高齢化による健康志向の高まりから 2016 年には 81.2 丁とこの 25 年間の最高水準を超えてきた。ただし、平均単価が 1992 年の 100 円から直近では 70 円まで低下しており、市場は 1992 年の 8,000 億円が、現在は 6,000 億円を割り込んでいる。それに対して現状は単価の下げ止まりに加え、1 世帯辺りの消費増から市場全体は縮小、横ばい局面を経て再び増加基調に転じる可能性が高まっている。なお、油揚げなども含む豆腐関連製品の市場規模は、1992 年の 1 兆 2,400 億円が現在では 8,800 億円ほどである。

事業所数は 1998 年の 16,345 が直近では 7,525 と 2 分の 1 を下回っている（2015 年）。零細企業が多く、従業員 4 人以上の事業所数は同期間に 3,147 が 1,333（2014 年）と全体以上に減少率が大きくなっている。つまり、細々とやることはある程度可能であるが、わずかでも従業員を雇うようになると、より厳しくなることがわかる。

その中にあって同社は 2006 年 6 月期に 16 億円であった売上高が、2017 年 6 月期には 98 億円となっている。年率 18%という驚異的なスピードで売上高を増やしてきた。

豆腐メーカーの国内の最大手は群馬県の相模屋食料であり、2016 年度の売上高は 212 億円となっている。過去の相模屋食料に関する雑誌記事によると、2010 年度に売上高 120 億円、経常利益 9 億円、2011 年度に売上高 130 億円、経常利益 6 億円となっている。相模屋食料は主に関東で販売を行っているが、兵庫県神戸市の不二製油の敷地内に工場を持ち、不二製油が開発した食品素材を用いた製品の販売を関西で行っているようである。また、日経記事によると 2015 年 2 月期の売上高は 170 億円強、経常利益は 8 億円となっている。つまり、売上高は増えているが、利益面は頭打ち状態に見える。なお、前述のように 2017 年 2 月期の売上高は 212 億円である（経常利益は不明）。

ただし、2015 年 2 月期の相模屋食料の経常利益率は 4.7%であるが、同社の 2015 年 6 月期も 4.6%とほぼ同水準にある。しかし、同社は 2016 年 6 月期に業績を大きく伸ばしており、経常利益率は 10.9%となった。同社の 2016 年 6 月期の売上高は 4.4%しか増えていないが、営業利益は 2.4 倍になっている。この要因としてはガス代の下落ということが大きかったと考えられる。また、この年には大豆価格も大幅に低下していることから、相模屋食料も同様の恩恵を受けている可能性はあろう。

同社によると、同社と直接西の方で競合する会社として三好食品工業を挙げている。福岡県田川市に本社を構える三好食品工業は正社員 56 名の豆腐メーカーであり、同社によれば売上高は 50 億円ほどだが、利益は出ていないということである。2013 年の日経紙の記事によると、2013 年 12 月稼働予定で、総投資額 14 億 6000 万円、延べ床面積約 6300 平方メートル新工場を建設するとのこと。日経紙によると、この工場はディスカウントストアやドラッグストアで需要が高まっている低価格豆腐の供給工場として立ち上げる予定で、同社と直接的に競合しているものと考えられる。

また、相模屋食料の鳥越 淳司社長が 2016 年 5 月 19 日に法政大学経営大学院で講演した内容を見ると、売上高上位の企業として数社の名前が挙がっている。その資料によると、豆腐売り上げでは相模屋食料が 1 位で、続いて太子食品工業、タカノフーズ、朝日食品（スーパーの子会社となっているが、現社名はアサヒコで、今は韓国の会社の子会社となっている。）、さとの雪という順で、売上高が 50 億円を超えている企業は、これくらいであると述べている。

この中で、とうふ専業は相模屋食料だけで、太子食品やタカノフーズは納豆の会社、朝日食品はスーパー子会社、さとの雪は機械や包装資材のメーカー（四国化工機）の食品事業という位置づけである。不思議なことにこの中には同社の名前は入っていないが、同社はここ数年で急速に売上高を増やしたので、当時はまだあまり認識されていなかったのかもしれない。また、展開地域の違いが異なることから、直接競合していないため、ライバルとして認識されていなかった可能性もあろう。

コスト競争力、製品力

同社が当面注力して狙う市場の低価格帯の豆腐市場において、競争力はコストとサニタリー（衛生）技術によって決まるものである。

同社工場の豆腐ラインでは 1 時間に 12,000 丁の豆腐を作れるそうであり、他社は関東の大手クラスでもせいぜい 3,000 丁なので、圧倒的なコスト競争力があるとのこと。その結果、同社の加工費は同業他社の 3 分の 1 ということである（後述するが、この表現は誤解を招く表現であろう）。同様に厚揚げでも 1 時間に 3,600 丁を作る能力があり、コスト競争力で他社を圧倒しているという説明である。

1 時間当たりの生産能力が高いため、工場の人件費が他社は 20%ほどかかっているが、同社では 10%ですんでいる。ただし、設備投資を積極的に行うため、償却費は 8%と他社より高めになっているということである。豆腐の製造機械はステンレス製であるので、耐久性

から言えば 40 年でも使えるが、センサー（オムロン、キーエンスなど）が急速に進歩しているので、最新のものを使用するようにしているため、実際の更新頻度はかなり速いということである。

同社では早い時期から機械化、ロボット化を進めており、人手を介さない分、他社より衛生的であり、同社製品は日持ちがする製品となっている。機械部品などと異なり、厚揚げは柔らかいのでロボット化は難しいのであるが、同社では現時点ですでにロボットを活用しているということ。焼き豆腐についても、800 度 C のハンバーグラインで焼くことから、賞味期限が長い商品ができるようである。

同社では低コストで豆腐類を製造する力があると同時に、作るのが大変な難しい製品を作る能力も高い模様。たとえば、業務用製品では麻婆豆腐用に 8 つ、9 つに切ったものも販売している。また、大手コンビニ向けの PB 商品も、比較的高めの価格帯の製品であるが、それまでの当該コンビニの同スペックの商品の 2 分の 1 ほどの価格で販売できるようである。

このように顧客の要望に合わせて価格対応を行いながらも、同社では製品ごとに個別原価計算、得意先別原価計算を行っているため、利益率を高水準に保つことができているということである。

ライバルの豆腐メーカーの戦略

ここでは、トップ企業の相模屋食料の商品戦略について述べる。相模屋食料も同社同様急成長を遂げている。この 10 年ほどで売上高は 5 倍になったと述べている。同社は同期間に売上高が 6 倍なので、ほぼ同等の成長である。ただし、成長の内容は全く異なるようで、同社がコスト重視で成長しているのに対して、相模屋食料は付加価値商品で勝負するタイプである。

相模屋食料の名を一躍有名にしたのは、ガンダムのキャラクターを用いた「ザクとうふシリーズ」である。「ザクとうふは」は 2012 年に発売してヒットした商品である。発売当初は 40 代の男性がスーパーに列をなしたと言われるほど評判となった。「ザクとうふ」は 200 円の価格帯であり、豆腐にすれば高価格帯となるが、見かけだけではなく、それだけの価格であれば、醤油（他の調味料も含めて）を使わなくても食べられる味に仕上げられるということで、味でも評判を呼んだようである。

「ザクとうふ」の成功は、豆腐市場でターゲットを絞り込んだ商品でも売れるということを示した。それをヒントに、若い女性をターゲットにした「マスカルポーネのようなナチュラ

ルとうふ」や「ひとり鍋シリーズ」などをヒットさせている。

相模屋食料の戦略はこのように高付加価値の中高価格帯の商品開発力や企画力の強化ということになる。

さて、食品スーパーの店頭における豆腐売り場の陳列を見ると、豆腐は意外なほど広い面積で販売されている。3-4 メートルの幅の棚に 3 段から 4 段で商品が並んでいる。最下段は最も低価格の商品が並んでいることが多い。商品自体の価格はかなりばらついており、安い商品ではクリエイト SD おいて 300ｇで 28 円（マイティー製）の製品があり、ライフでは 39 円（日本ビーンズ製）となっている。

ただし、この価格帯は希で、ウエルシアの最安値は 400ｇで 65 円（タカノフーズ製）、オオゼキでは 300ｇで 79 円（むつみ製）となっている。もっともこれは小売業のスタンスで大きく異なり、原料を国産にした場合には当然高めになる。最下段もしくは 2 段目には 100 円以下の製品が中心に並んでおり、3 段目、4 段目になると 100 円台半ばから 200 円台の商品も出現する。

1ｇ当たりの単価で比較してみると、クリエイト SD の最安値品の価格は異常に低く 0.09 円であり、ライフも 0.13 円と低いが、輸入大豆では 0.2 円辺りまでの価格で、国産大豆では 0.3 円前後となる。

このように売り場を観察し、業界トップの相模屋食料の戦略を合わせて考えると、大量に売れる最下段の商品はスーパーの目玉であり、ここはおそらくどこの会社が作っても簡単には儲からないのではないかと考えられる。しかし、スーパーからの要請でその要望に応えつつ、抱き合わせで上段の棚を確保して、そこで儲けるという戦略をとっている企業が多いように感じた。これは小売店ごとに、最下段のメーカーが全く異なることから想像がつく。付加価値戦略をとっている相模屋食料でもしばしば最下段商品を供給していることもその可能性を感じさせる。

ちなみに、豆腐売り場に力を入れていると思われるサミット砧店の売り場について説明してみよう。同店舗では豆腐関連製品まで含めると、7m ほどの棚 4 段に様々な豆腐及び豆腐関連製品が並んでいる。ここは圧倒的に相模屋食料の製品が多い。最下段は相模食料の輸入大豆製品が並んでいて、150ｇ3P の製品が 88 円、400ｇの製品が 88 円であり、それぞれｇ単価は 0.20 円、0.22 円となる。一方国産大豆はタカノフーズで、にがりを用いた製品が 108 円で、単価は 0.27 円であった。

相模屋食料はこのほか豆腐関連製品まで含めると、10 種類以上の商品を陳列しており、タカノフーズも 5 種類ほどを陳列している。ただし、タカノフーズは納豆の棚でも多くの製品を並べていた。

相模屋食料の製品のｇ単価を見ると、寄せ豆腐や国産原料の豆腐で 0.4 円前後と、最安値品の倍となっており、加工度を上げた製品の「つゆで食べる豆乳たっぷりおぼろ」では 0.66 円、「モッツアレラのようなナチュラルとうふ」では 1.98 円と最安値品の 10 倍のｇ単価となっている。

このような、ライバル各社の戦略を考えた場合、同社はまず最下段を狙うという戦略であり、それほど壁は高くないのではないかと考えられる。つまり、他社が付加価値品の棚を取るために仕方なく販売しているのではないかと思われる最下段商品でも、同社はローコストで製造することで収益を確保できるわけであり、これほど着実な商売もないのではないかと思われる。もちろん、小売業にすれば最近急成長した一地方企業といきなり大きな取引はしにくいものである。しかし、上場を機に小売業の社内での稟議も通りやすくなり、上場によって大手小売業や大手外食向けの商品供給が次々と始まったということである。

豆腐関連上場企業との生産性比較

豆腐関連の上場企業には、同社のほかに旭松食品（2911）、篠崎屋（2926）、オーケー食品工業（2905）がある。ただし、各社とも業績は惨憺たるものである。終わった期には各社黒字であるが、篠崎屋の 1 期前は赤字であり、旭松食品は 2 期前、3 期前は赤字で、オーケー食品工業も 3 期前は赤字である。つまり、各社とも低収益でたまに赤字に陥る業績推移となっている。

また、各社ともこの 10 年ほど売上高は増えていない。むしろ、篠崎屋は売上高が半分以下に落ち込んで、旭松食品も売上高が 30%ほど減少している。

上場豆腐関連企業の業績比較　　**（単位:百万円）**

会社名	コード	決算期	売上高	営業利益	経常利益	純利益	売上高営業利益率
やまみ	2820	2017/6	9,793	942	940	630	9.6%
篠崎屋	2926	2017/9	4,219	78	80	51	1.8%
旭松食品	2911	2017/3	8,661	220	254	224	2.5%
オーケー食品工業	2905	2017/3	9,174	257	277	304	2.8%

篠崎屋は一部スーパーなどへの卸売りを行っているものの、中心は直営店、ＦＣ店による店舗販売である。ただし、いわば食品の製造小売りで成功していると言える企業は、ロック・

フィールド（2910）や寿スピリッツ（2222）などブランド化に成功したごく少数の企業であり、よほどのアイディアがないとこのビジネスでの収益化はハードルが高いものであろう。

旭松食品の売上高の半分弱は凍豆腐であり、顧客は小売業となっている。かつては納豆市場に参入したが、数年前には事業売却し納豆市場からは撤退した。

オーケー食品工業は主として業務用のおいなりさんを製造するための味付き油揚げの製造を行っている。2016 年 3 月期には不採算を理由に市販用生揚げから撤退した。

なかなか、データ的に比較するものがないのであるが、ここでは同社とオーケー食品工業の製造コスト比較を行ってみる。

同社の場合、製品の性格上、期首、期末の棚卸にほとんど差がなく、仕入れ品もないため、当期の売上高と当期の製品製造原価を直接対比させても大きな問題はないと考えられる。一方、オーケー食品工業は仕入れ品があり、また製品に関しても期初、期末で棚卸が大きく異なる場合があるため、製品売上高を調整し、当期製造総費用＋売上総利益で計算した値を製品売上高とした。このようにして計算した製品製造原価率は同社が 71.7%でオーケー食品工業が 74.5%となっている。

一般的に工場の生産コストを比較する場合、製品製造原価から材料費を除いた製造コストを比較するとその実力差がわかりやすい。これは根本の製造技術に大差がない豆腐のような商品の場合、スペックが同じであれば用いる原材料に大差がないため、あとは実際スペックに合わせた原材料を用いてどれだけのコストで製品を作れるか見れば、競争力を比較できるためである。

この製造コストを比較すると、同社が 34.4%、オーケー食品工業が 41.4%とここで 7.0%pt の差がある。もちろん、オーケー食品工業は純粋な豆腐を製造しているわけではないので、これが丸々実力差とは言えないものの、ある程度実力差の想像がつく。

次に、機械化による省力化効果を見るために、製造コストを労務費＋減価償却費とそれ以外に分けて比較した。製造コストの内、労務費＋減価償却費以外の構成比は同社が 15.6%でオーケー食品工業が 16.2%と 0.6%pt の差にとどまる。つまり、まさに製造コストの内、労務費＋減価償却費の差が両社のコスト競争力の差と位置付けられる。両社のこの差は 6.5% pt と大きな差になっている。

最後に、労務費と減価償却費の差を見ると、オーケー食品工業の労務費比率が 21.0%であるのに対して、同社は 9.7%とここで 11.3%pt の差がある。一方、減価償却費比率はオーケー食品工業の 4.3%に対して、同社は 9.0%と 4.7%pt 逆に同社が高い。まさにこれが同社の自動化効果であり、人手を機械に置き換えることで高い生産性を実現している同社のビジネスモデルの根幹である。

製造原価明細書 **（単位:百万円）**

	やまみ	オーケー食品工業
	2017年6月期	2017年3月期
製品売上高	9,793	8,438
当期製造総費用	7,026	6,287
材料費	3,660	2,796
労務費	950	1,768
経費	2,415	1,723
（減価償却費）	884	360
（水道光熱費）	842	－
（消耗品費）	163	－
（その他）	526	1,363
対売上高比率		
当期製造総費用	71.7%	74.5%
材料費	37.4%	33.1%
労務費	9.7%	21.0%
経費	24.7%	20.4%
（減価償却費）	9.0%	4.3%
（水道光熱費）	8.6%	－
（消耗品費）	1.7%	－
（その他）	5.4%	16.2%
製造コスト	34.4%	41.4%
労務費+減価償却	18.7%	25.2%
労務費、減価償却以外	15.6%	16.2%
販売管理費	1,828	1,999
対売上高	18.7%	21.8%
営業利益	943	257
対売上高	9.6%	2.8%

2017 年 6 月期決算は 9.1%営業減益

やまみ（2820）の 2017 年 6 月期決算は 3.3%増収、9.1%営業減益となった。前期決算に関しては、前々期末を含めて 1 年間で 3 ラインを増設したことから、当初よりやや綱渡り的な計画ではなかったかと考えられる。それに加えて、経費面、売上面で予想外の事態が起こり、大幅な減額修正となった。

経費面では前々期末の 2016 年 6 月に稼働した新設ラインが、初期不良を起こして 9 月辺りまで正常な稼働が行えなかったことがある。これは新規に導入したラインで製造できる豆

腐が予定のスペック通りではなかったため、商品の廃棄損が発生したものである。10 月辺りからは装置の改修も終わって順調に稼働し始め、前期に稼働予定の他の 2 ラインは初めから手直ししたため、稼働時期はずれ込んだがその後は順調に稼働している。

もう一点の誤算は、上場したことによる認知度の向上によってライバルの警戒感が増し、売り場を取られたことがある。上場前の同社は田舎の零細企業と見られており、新規小売業に納入を始めても既存の納入業者にそれほど警戒されることはなかった。しかし、上場したことによって、財務内容などが公になり、業界内ではとんでもない高収益企業であることが認知され、ライバル企業が一様に同社を警戒する状況となった。

もっとも、現時点ですでに同社は圧倒的なコスト競争力があり、ライバル企業がいつまでも無理をできる状況になく、むしろ無理をし過ぎて淘汰される企業も出てくる可能性もあろう。よって、時間とともに再び同社の売上が戻ってくると考えられていたが、現実にも直近の製品切り替え時期の 9 月から急速に売り場を取り戻している。

一方で、上場したことによるメリットは様々な面に表れている。大手コンビニ、大手スーパー、大手外食などとの取引では、上場したことによってこれまで相手にされなかったそれらの企業が、唯一の上場企業となった同社に商品の開発段階から相談するようになっている。先方の社内稟議もスムーズに通るようであり、それらの企業に関しては着実に売上高を拡大させている。

2018 年 6 月期第 1 四半期決算で見え始めた変化の兆し

2018 年 6 月期第 1 四半期決算は 5.1%増収、4.3%営業減益となった。売上高の伸び率は前期の第 4 四半期に一旦 1.3%増まで落ち込んだが、今第 1 四半期には一気に前期の各四半期の増収率を上回ってきた。ただし、減価償却費の増加を主因に営業利益は若干の減益となった。

会社側では前期の決算説明会においてスーパー店頭で失った売上を今期には挽回すると述べていたが、実際問題、期の変わり目である 9 月から売り場を取り戻したようで、売上高は急速に回復した。一方、利益面に関しては、前年度の 10、11 月に稼働したラインの減価償却費によって、償却費が 0.35 億円増加したため、4.3%の営業減益となった。償却費の増加分を除けば 15%増益となる。また、上場を機に従業員の待遇改善に取り組んだことから、労務費が 19 百万円増加したこともマイナス要因となった。

もっとも、5.1%増収に対して実質の増益率が高めであるのは、前年度には 2016 年 6 月に

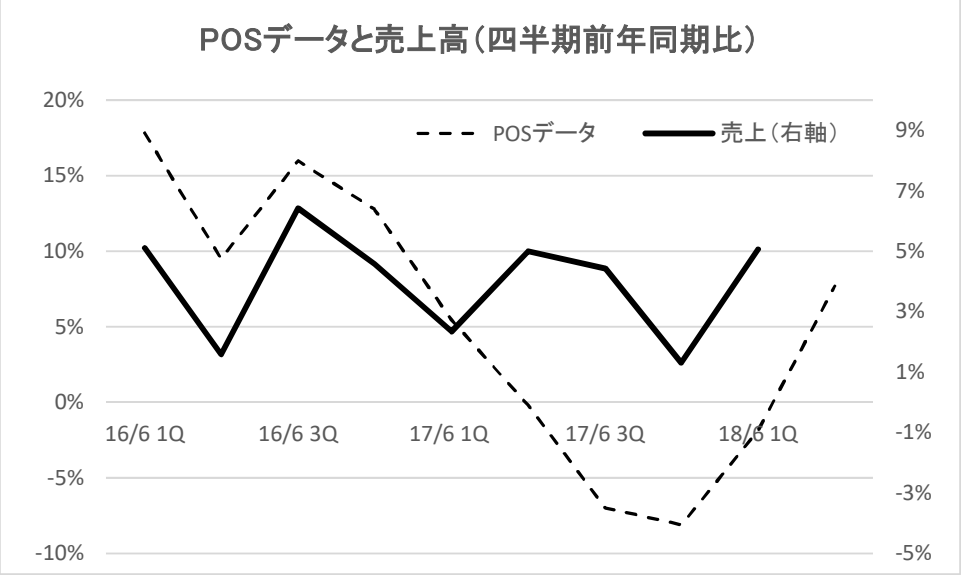
稼働したラインの不調があって、廃棄損がかなり出たことの反動である。

第 2 四半期以降に関しては、9 月から小売業の棚を取り戻したため、計画を大きく上回る売上高となりそうである。経費面では予定通りの推移であり、利益面も会社計画比で上振れの推移となっている模様。

10 月、11 月とより明らかになる回復傾向

会社側からの詳細な売上の開示はないが、日経 POS データによると、9 月にプラスに転じた前年同月比が 10 月、11 月と着実に高まっている。POS データによる同社の上位 3 商品の合計購入金額の前年同月比を見ると、5 月に 11.0%減と大幅に落ち込んだ後、8 月でも 6.8%減であったが、9 月には 5.6%増と一転増収に転じ、10 月 6.9%増、11 月 8.5%増と着実に伸び率が高まっている。

この 2 年ほどの四半期売上高とその四半期に対応した POS データの同社主要 3 製品（もっちりやわらか絹厚揚げ、もめんとうふ、きぬとうふ）の前年同期比を比較すると、ほぼ同様のトレンドとなっている（下図参照）。



ただし、POS データは全国 1,500 店舗のデータであり、スーパー、コンビニ、ドラッグストアをカバーしているものの、コンビニエンスは関東のみである。つまり、コンシューマー以外の業務用は対象外であり、また同社のコンビニとの取引は関西以西のみであることから、その分の反映もない。

2017 年 6 月期第 1 四半期辺りまでは POS データと売上の傾向がほぼ一致しているが、それ以降は売上の伸びが POS データを大きく上回っている。これはすでに述べたように上場を機に、大手コンビニ、大手外食との取引が上乗せになっていることによるものである。

今第 1 四半期を考えた場合、POS データでは 9 月にプラスに転じたものの 7 月、8 月はマイナスであり四半期では 1.8%減であったのに対して、売上高は 5.1%増となっている。一方、POS データの 10-11 月の合計では 7.7%増である。

会社側によると、小売業との豆腐の納入交渉は 3 月、9 月に切り替わることから、現時点では新たな交渉は行っておらず、現状の納入状況が来年の 2 月まで継続するということである。ただし、実際は 9、10、11 月と伸び率が高まっている。市場全体の需要は 9 月 1.1%減、10 月 2.9%増、11 月 1.1%減と増えているわけではない。会社側の説明によると、これはそれまでの納入業者に不都合があったなどの理由で小売業からの要請で若干出荷が増加気味であるということ。

銘柄名	やまみ	コード	2820				
株価(2018年1月4日)	2,185 円	PBR(17/6実)	3.38 倍	ROE	17.4%		
株数	6,376 千株	配当利回り(18/6予)	0.9%				
配当予想	20 円	時価総額	138 億円				
発行済み株式数	6,376 千株	株主資本	4,097 百万円				
自己株式	0 千株	BPS	643 円				

決算期		売上高	伸率	営業利益	伸率	経常利益	伸率	純利益	伸率	EPS	PER
(非連結)		百万円	%	百万円	%	百万円	%	百万円	%	円	倍
2016/12中間	実績	4,931	3.7	473	-14.9	468	-14.6	311	-21.2	48.8	-
2017/6下期	実績	4,862	2.9	469	-2.3	472	-3.5	319	3.4	50.0	-
2017/12中間	会社予初	5,050	2.4	492	4.0	480	2.6	316	1.6	49.6	-
	ARJ	5,310	7.7	522	10.3	519	10.8	336	8.2	52.8	-
	ARJ(従来)	5,082	3.1	516	9.0	506	8.1	333	7.2	52.3	-
2018/6下期	会社予初	5,150	5.9	492	4.9	485	2.8	320	0.3	50.2	-
	ARJ	5,420	11.5	573	22.1	573	21.4	378	18.4	59.2	-
2014/6期	実績	7,748	26.4	357	115.1	348	90.2	293	46.5	46.0	47.3
2015/6期	実績	9,084	17.2	430	20.4	419	20.4	349	19.1	54.7	39.7
2016/6期	実績	9,480	4.4	1,036	140.9	1,037	147.5	703	101.4	110.3	19.7
2017/6期	実績	9,793	3.3	942	-9.1	940	-9.4	630	-10.4	98.8	22.0
2018/6期	会社予初	10,200	4.2	984	4.5	965	2.7	636	1.0	99.7	21.8
	ARJ	10,730	9.6	1,094	16.2	1,091	16.1	714	13.3	112.0	19.4
	ARJ(従来)	10,235	4.5	1,041	10.5	1,021	8.7	673	6.8	105.6	20.6
2019/6期	ARJ	11,588	8.0	1,259	15.0	1,249	14.4	823	15.3	129.1	16.8
	ARJ(従来)	11,054	8.0	1,199	15.1	1,179	15.4	777	15.4	121.8	17.8
	中計	11,000	7.8	1,065	8.2	1,045	8.3	690	8.5	108.2	20.1
17/6 1Q	実績(3カ月)	2,312	2.3	184	-20.3	182	-20.2	121	-23.9	-	-
17/6 2Q	実績(3カ月)	2,619	5.0	289	-11.1	286	-10.6	190	-19.3	-	-
17/6 3Q	実績(3カ月)	2,474	4.4	268	-6.9	270	-9.4	180	-11.6	-	-
17/6 4Q	実績(3カ月)	2,388	1.3	201	5.2	202	5.8	139	32.4	-	-
18/6 1Q	実績(3カ月)	2,429	5.1	176	-4.3	175	-3.8	110	-9.1	-	-
18/6 2Q	会予(3カ月)	2,621	0.1	316	9.3	305	6.6	206	8.4	-	-
	ARJ予(3カ月)	2,881	10.0	346	19.6	344	20.1	226	19.2	-	-
18/6 3Q	ARJ予(3カ月)	2,721	10.0	322	20.0	322	19.1	212	17.8	-	-
18/6 4Q	ARJ予(3カ月)	2,698	13.0	251	25.0	251	24.4	166	19.1	-	-

このような客観情勢を考慮して、今第 2 四半期から第 4 四半期までの増収率を 10%、10%、

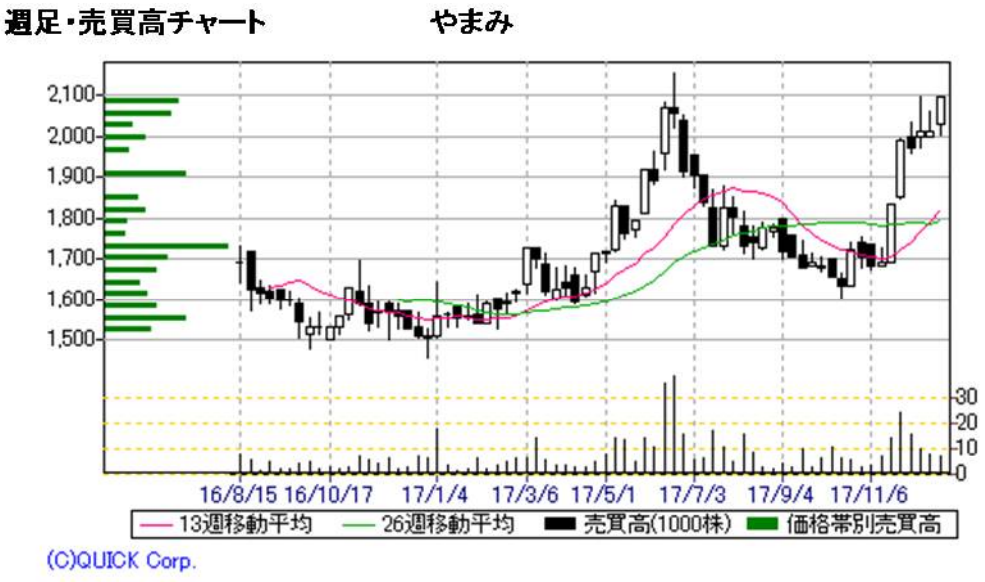
13%と予測した。なお、第 4 四半期の伸び率が高まっているのは前年度第 4 四半期の伸び率が大幅に低かったためである。

一方、経費面では今期も 7 月から本社工場の絹豆腐のラインが稼働し、第 2 四半期にも関西工場の油揚げラインが稼働する予定であるが、第 2 四半期には前年同期から発生し始めた 2 ラインの償却費が減ることもあり、コスト面のマイナス要因も縮小する。期初計画において通期の償却費は前年度の 8.88 億円が 9.21 億円と 33 百万円増加する見込みであり、第 1 四半期が 35 百万円の増加であることから、第 2 四半期以降はほぼ前年並みにとどまる予定となっている。

待遇改善による人件費増は継続し、水道光熱費も増加に転じていることから、それらは割り引いて考える必要はあるものの、売上の上振れから今期の営業利益以下は会社計画を大きく上回る可能性が高まったと考えられる。

投資判断

同社のビジネスモデルは現時点ですでに強固なものであり、中長期的に着実に高めの成長が期待できると考えられる。その意味においては長期投資にふさわしい株との位置づけに変化はなく、レーティングは BUY を継続する。ただし、第 2 四半期決算公表によって、市場が同社のポテンシャルに徐々に気づき始める条件が整ってくると考えられるため、株価が動きやすくなろう。



目標株価は向こう 1 年程度を目安に来期 EPS を PER20 倍で評価した 2,580 円とするが、これはあくまで通過点という位置づけである。

注意事項

当レポートの株式に関する記述は、投資の勧誘を目的としたものではありません。情報の内容も私の観測であり、不確定要素を多く含みます。当該情報に基づいて被ったいかなる損害についても、当社では一切の責任を負いません。投資判断はすべて自己責任にてお願い致します。